

0 776826

ЦЕНТР ПРАВОВОЙ
ИНФОРМАЦИИ
ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ
К Г У

На правах рукописи

Соловьёв Денис Вячеславович

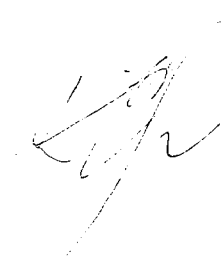
**Правовое регулирование обращения ценных бумаг иностранных
эмитентов: сравнительный анализ права и практики
Российской Федерации и Соединенных Штатов Америки**

Специальность 12.00.03 – гражданское право; предпринимательское право;
семейное право; международное частное право

АВТОРЕФЕРАТ

Диссертации на соискание учёной степени
кандидата юридических наук

Москва - 2001



Работа выполнена на кафедре международного права юридического факультета
Института международного права и экономики им. А.С. Грибоедова.

Научные руководители – доктор юридических наук
профессор Дмитриева Г.К.
доктор экономических наук
профессор Ильчиков М.З.

Официальные оппоненты: доктор юридических наук, профессор
Галенская Людмила Никифоровна
кандидат юридических наук
Мартынов Игорь Сергеевич

Ведущая организация: Российский Университет Дружбы Народов

Защита состоится 18 мая 2001 года в 16.00 часов на заседании
диссертационного совета Д 502.006.15 в Российской академии государственной
службы при Президенте Российской Федерации по адресу: 117606, г. Москва,
пр. Вернадского, 84, 2-й учебный корпус, ауд. 2098.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российской академии
государственной службы при Президенте Российской Федерации, 1 уч. корпус.

Автореферат разослан 17 апреля 2001 года

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000555867

Учёный секретарь
диссертационного совета

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'В.В. Зайцев'.

В.В. Зайцев

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Актуальность темы исследования.

До настоящего времени законодательство РФ не содержит специальных нормативных актов, регулирующих порядок регистрации для размещения и обращения на территории РФ выпусков ценных бумаг иностранных эмитентов. Между тем ряд федеральных законов и документов Федеральной Комиссии по ценным бумагам РФ (ФКЦБ) содержат прямую отсылку к актам, не принятым пока ни ФКЦБ, ни каким либо иным органом государственной власти. Представляется, что существует, как минимум, две причины подобной ситуации. Первая, экономическая, состоит в том, что законодательной и исполнительной властью в качестве первоочередной задачи в области регулирования фондового рынка рассматривается задача по привлечению и правовой защите иностранных инвестиций и инвесторов. Вопрос же о развитии правовой базы для иностранных эмитентов ценных бумаг, т.е. лиц, привлекающих инвестиционный капитал в Российской Федерации, в лучшем случае не воспринимается как первоочередной. Между тем, успех программы восстановления российской экономики напрямую связан с процессом инвестиций в промышленные комплексы стран СНГ, крайне желательным механизмом реализации которого было бы построение рынка «международных» инвестиционных инструментов в рамках фондового рынка РФ.

Вторая, основанная на конфликте моделей права, состоит в том, что российское законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг и основанное, в значительной степени на континентальной системе права, требует существенной доработки. Особенно в части определения

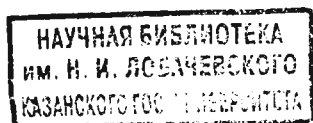
ценных бумаг и адаптации модели акционерного общества, без чего правоотношения по ценным бумагам иностранных юридических лиц, учрежденных в странах, придерживающихся или содержащих элементы англо-американской системы права, не могут быть в полной мере изучены и, тем более реализованы в рамках действующей модели.

Косвенным подтверждением актуальности рассмотренной темы могут служить также сведения о готовящейся реструктуризации долга Украины России путем частичного погашения задолженности пакетами акций промышленных предприятий. Думается, что это не последний случай среди государств Содружества, когда потребность в обеспечении экономических и стратегических интересов России должна быть подкреплена наличием правовых механизмов, позволяющих реализовать эти интересы с наибольшей эффективностью.

Указанная эффективность в частности может быть достигнута при наличии фондовых инструментов, позволяющих представить на российском рынке ценные бумаги иностранных эмитентов, а также правового механизма защиты, как российского инвестора, так и иностранного эмитента от возможных неблагоприятных юридических последствий, связанных с необходимостью применения национального законодательства к правоотношениям, осложнённым присутствием иностранного элемента.

Состояние научной разработки темы.

До настоящего времени не проводилось специальных исследований правовых механизмов, которые могут или должны применяться к отношениям, связанным с инвестициями российских организаций в



ценные бумаги иностранных юридических лиц, и наоборот указанный вопрос является частью более общего – о правовом режиме иностранных юридических лиц в Российской Федерации. В той или иной степени различные вопросы, как правило, не связанные между собой, как то: вопросы правового регулирования акционерных обществ, защиты прав инвесторов или пересмотра и более широкого толкования понятия ценной бумаги обсуждались в научной литературе. В отношении правового регулирования рынка ценных бумаг, является достаточно хорошо изученной проблема защиты иностранных инвесторов и иностранных инвестиций, изложенная в работах А. Орлова¹. В рамках сравнительного анализа правовых систем России и США вопросы правоспособности акционерного общества в этих странах освещены в работе Уильяма Э. Батлер и Марианн Е. Гаши-Батлер². Рассмотрены в литературе, в частности, В.В. Лариным³ и В.В. Лаптевым⁴ различные аспекты правового регулирования российского акционерного общества. Сравнительному анализу понятий ценной бумаги в правовых системах России и США посвящена работа А.В. Майфат⁵.

Тем не менее, ни в одной из работ не исследована проблема правового регулирования отношений иностранного юридического лица, связанных с выпуском и обращением его ценных бумаг в Российской Федерации. Для такого регулирования, как явствует из рассмотрения, необходимы некоторые шаги в направлении гармонизации

¹ Орлов А. В новый век с новым законом. Постатейный комментарий Федерального закона «Об иностранных инвестициях». – М.: Рынок ценных бумаг, 2000. – №1. с. 39-42, №3. с. 60-61, №4. с. 45-48.

² Батлер У.Э., Гаши-Батлер М.Е.. Корпорации и ценные бумаги по праву России и США. – М.:Зерцало, 1997. – 127 с.

³ Ларин В.В. Акционерное право. – СПб., 1999. – 268с.

⁴ Лаптев В.В. Акционерное право. – М.: Юридическая фирма «Контракт», ИНФРА-М, 1999, 254с.

⁵ Майфат А.В. Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США). – М.: Государство и право, 1997 - № 1, с. 83-91.

национальной правовой системы по отношению к более развитым, с точки зрения регламентации рынка ценных бумаг, иностранным системам. Общей проблеме унификации и гармонизации правовых систем различных государств уделено большое внимание в учебнике под редакцией Г.К. Дмитриевой⁶. Иные вопросы международного частного права, затронутые в диссертационной работе были изучены автором по трудам М.М. Богуславского, В.М. Корецкого, И.С. Перетерского, С.Б. Крылова, Л.А. Лунца, Н.И. Марышевой, О.Н.Садикова.

Принципам и проблемам функционирования рынка ценных бумаг посвящены работы: И.В. Галкина, А.В. Комова, Ю.С. Сизова, С.Д. Чижова, М.Ю. Алексеева, А.А. Фельдмана, А.Н. Лоскутова, В.Т. Мусатова.

При рассмотрении проблем правовой регламентации и юридической природы ценных бумаг автором были использованы научные труды таких авторов как Г.Ф. Шершеневич, М.М. Агарков, В.А. Белов, Л.А. Новосёлова, А.Ю. Голубков, Т.В. Кашанина, Е.А. Сударькова и ряда других.

Достаточно тщательного изучения, проводимого в рамках сравнительного анализа той части правовых систем России и США, которая относится к правовой регламентации американских корпораций и ценных бумаг, потребовали работы Т. W. Dunfree, R. W. Hamilton, Н. G. Henn, J.R. Alexander, L.D. Solomon, R. B. Stevenson, D. E. Schwartz, E.P. Welch, A.J. Turezyn, а так же публичные методические материалы

⁶ Международное частное право / Под ред. Г.К.Дмитриевой – М.: Проспект, 2000. – 656 с.; об этом также см.: Доронина Н.Г. Унификация и гармонизация права в условиях международной интеграции. // Журнал Российского права, 1998, №6.

The Bank of New York, подготовленные для иностранных эмитентов ценных бумаг.

Объектом исследования являются правовое регулирование важнейших аспектов выпуска, размещения и обращения их ценных бумаг, модель ценной бумаги в российском гражданском праве, а также правовые механизмы, регламентирующие деятельность иностранных эмитентов данных ценных бумаг в России и США.

Предметом исследования являются правоотношения, возникающие в процессе деятельности иностранного эмитента, как субъекта иностранного права при размещении им ценных бумаг в Российской Федерации.

Целью диссертационного исследования является проведение сравнительного анализа правовых режимов США и Российской Федерации, применяемых к иностранным (для каждого из них) эмитентам ценных бумаг, иностранным инвесторам и к самим ценным бумагам и выработка, на основе результатов анализа, подходов к возможной, но не осуществлённой в настоящее время законодательством РФ, правовой регламентации отношений, связанных с регистрацией, размещением и обращением на российском фондовом рынке иностранных ценных бумаг.

Исходя из цели диссертационного исследования, были поставлены конкретные задачи, способствующие её достижению:

1. Рассмотрение правовой регламентации процесса регистрации ценных бумаг иностранного эмитента в США;
2. Анализ американского законодательства в данной сфере, с точки зрения международного частного права;

3. Сравнительный анализ моделей ценной бумаги в правовых системах России и США;
4. Исследование вопроса о применимости норм российского права, регулирующих выпуск, размещение и обращение ценных бумаг российских эмитентов, к правоотношениям с участием иностранного эмитента;
5. Определение путей совершенствования законодательства путём частичной адаптации модели ценных бумаг и правовых механизмов, принятых в американской правовой системе;
6. Рассмотрение механизмов (депозитарные расписки), позволяющих, в части выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, избежать конфликта моделей ценной бумаги и юридического лица, принятых различными иностранными правовыми системами, с российским правом.

Методологической базой исследования является сравнительный анализ правовых систем России и США, в части относящейся к понятиям и механизмам регулирования рынка ценных бумаг. Помимо различий в правовой модели ценной бумаги в указанных странах, существуют различия в объёме и содержании прав, удостоверяемых ценной бумагой, в определении юридического лица⁷ и совокупности прав, связанных с правом собственности владельцев на ценные бумаги, выпущенные этим лицом⁸. Для анализа таких положений широко

⁷ О правовом статусе американских корпораций, определённом в модельном законе о корпорациях см.: Model Business Corporation Act (1984). - New Jersey: Martindale-Hubbell Law Digest: New Jersey-Wyoming Law Digests. Uniform Acts. A.B.A. Codes., 1995.

⁸ Особенности правоотношений объектом которых выступают ценные бумаги американских корпораций рассмотрены в обзорах: Cary W.L., Eisenberg M.A. Cases and Materials on Corporations. 5th ed., Mineola: The Foundation Press Inc., 1980; Drexler D. A., Black Jr. L.S., Sparks III, A.G. Delaware Corporation Law and Practice. New York, Matthew Bender & Co. Inc., 1997.

используются методы систематизации и классификации, а также научно-логические методы, которые позволяют формулировать промежуточные и сделать окончательные выводы по результатам проводимого исследования.

Особую роль в формировании окончательных выводов и предложений играет метод сравнительного правоведения⁹, позволивший, приняв за основу американскую систему регламентации рынка ценных бумаг, сделать важные заключения о структуре аналогичной части российского законодательства, оценить его преимущества и недостатки, а также установить некоторые особенности правового регулирования, небезынтересные для российских предприятий, привлекающих инвестиции на рынке США.

В силу того, что российский фондовый рынок еще достаточно молод, а регулирующие его национально-правовые механизмы зачастую носят поверхностный характер, правовой статус иностранных эмитентов ценных бумаг и самих иностранных ценных бумаг в России остаются неопределенными по сей день. Несмотря на то, что российская правовая система традиционно близка к континентальной системе права, в области правового регулирования рынка ценных бумаг все чаще обращаются к правовому опыту США, для определения правового статуса фондовых инструментов, для формирования институтов и правоотношений, складывающихся на фондовом рынке. Подчас это порождает конфликт различных правовых актов.

Научная новизна исследования состоит в том, что впервые предпринята попытка системного изучения проблемы правового положения иностранного эмитента и его ценных бумаг на российском

⁹ Тихомиров Ю.А. Курс сравнительного правоведения. – М.: Норма, 1996. – 427 с.

фондовом рынке. Кроме того, в рамках сравнительного анализа правовых механизмов регулирования рынка ценных бумаг России и США рассмотрена система норм американского права, применяемых при размещении российскими предприятиями своих ценных бумаг или иных производных финансовых инструментов на фондовом рынке США. На основе анализа указанных норм выявлены возможные коллизии законов РФ и США и способы их решения, а также сформированы предложения, которые могут быть использованы как в правоприменительной деятельности, так и при восполнении пробелов в российском законодательстве о рынке ценных бумаг.

На защиту выносятся положения, являющиеся новыми или вносящие новые элементы в известные доктринальные положения:

1. Предлагается *новое определение сертификата*: “Сертификат– ценная бумага, представляющая определенное количество поименованных в нём ценных бумаг”. Такое определение позволяет, во-первых, снять противоречие в действующем российском законодательстве, придающем статус ценной бумаги документам, имеющим свойства сертификата, как-то: опционному свидетельству, складскому свидетельству, депозитному и сберегательному сертификатам, закладной и иным, во-вторых, расширить перечень ценных бумаг, размещённых за рубежом, которые могут быть легитимизированы в России;
2. Одновременно, предлагается сформулировать ряд правил, связанных с обращением сертификата, а именно: сертификат дает право требования поименованных в нём ценных бумаг; сертификат может выдаваться лицом, владеющим ценными бумагами; передача сертификата третьему

лицу закрепляет за этим лицом права на ценные бумаги, поименованные в сертификате; с момента выдачи сертификата лицом, владеющим ценными бумагами, последнее отвечает перед владельцем сертификата за сохранность обусловленных ценных бумаг; сертификаты, заменяющие ценные бумаги, могут выдаваться только эмитентом ценных бумаг, составляющих предмет сертификата; при обмене сертификата на ценные бумаги, составляющие его предмет, сертификат передается лицу, выдавшему сертификат против передачи последним обусловленных ценных бумаг; сертификат выдается на срок, определяемый лицом его выдавшим; до окончания указанного срока сертификат должен быть обменян на обусловленные в нём ценные бумаги или возобновлён выдавшим его лицом на новый срок; при не предъявлении сертификата к обмену или возобновлению до даты окончания срока, определенного для такого обмена или возобновления, включительно, не предъявленные сертификаты утрачивают силу, а по истечении 3-х месяцев, ценные бумаги обусловленные такими сертификатами, переходят в собственность владельца, выдавшего сертификат, и могут быть отчуждены им любым третьим лицам;

3. Выделяется *новый класс производных ценных бумаг*, которые удостоверяют совокупность прав на базовый актив, в качестве которого в числе материальных или обязательственных прав могут выступать права на иные ценные бумаги, а также на часть прав, ими закреплённых. Отличие производной ценной бумаги от сертификата состоит в том, что производная ценная бумага закрепляет за её владельцем не только права на ценные бумаги, но и на часть прав из ценных бумаг, делимых от них без утраты последними основных свойств;

4. Обосновывается необходимость отнесения информации, предоставляемой иностранным эмитентом для регистрации ценных бумаг в Федеральную Комиссию по рынку ценных бумаг РФ, к публичной оферте. Это позволило бы относить все вопросы, связанные как с исполнением договора купли-продажи, заключаемого иностранным эмитентом при размещении ценных бумаг среди российских инвесторов, так и с последующей реализацией такими инвесторами прав по приобретённым ценным бумагам, к исключительной юрисдикции российского права. При этом необходимо предусмотреть механизм исполнения и состав обязательств эмитента-нерезидента перед российскими инвесторами;

5. Перечень прав, закрепляемых за владельцами иностранных ценных бумаг, не должен быть закрытым. Это - необходимое условие обеспечения предоставления равного объёма прав по однородным ценным бумагам, обращающимся на национальном рынке и за рубежом. Дополнительные права, из ценных бумаг иностранных эмитентов, зарегистрированных в РФ, возможно определять на основе коллизионной нормы, устанавливающей выбор права, применимого к правоотношениям иностранного эмитента и российского инвестора, на основании закона страны инкорпорации эмитента (*lex societatis*), за исключением тех прав, которые являются частью публичной оферты, сделанной при размещении ценных бумаг;

6. Обосновывается применение коллизионной нормы *lex loci contractus* для определения компетентного правопорядка, регулирующего отношения, вытекающие из купли-продажи ценных бумаг, размещаемых иностранным эмитентом среди российских инвесторов;

7. Предлагается при размещении иностранным эмитентом своих ценных бумаг в РФ через посредника (андеррайтера) предусмотреть их солидарную ответственность перед инвестором исходя из специфики их взаимоотношений, выражающейся в совместных действиях по размещению ценных бумаг. Коллизионные вопросы правоотношений иностранного эмитента и российского посредника должны решаться на основе вышеуказанных коллизионных принципов. Тем не менее, поскольку законодательство страны эмитента может содержать коллизионные нормы, отсылающие к российскому праву, для избежания отрицательной коллизии, указанные нормы должны быть диспозитивными;

8. Предлагается руководствоваться нормами права страны регистрации эмитента (*lex societatis*), а при отсутствии таких норм – российским законодательством при определении статуса аффилированного с иностранным эмитентом ценных бумаг лица. Определение аффилированного лица является предварительным условием для применения норм российского законодательства о солидарной или субсидиарной ответственности лиц, которые тем или иным образом ассоциированы с эмитентом.

Практическая значимость результатов исследования определяется актуальностью проблем прикладного и теоретического характера, исследованных в диссертационной работе с позиций международного частного права. Результаты, полученные автором могут быть использованы в нормотворческой деятельности Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг в процессе разработки норм, призванных регулировать деятельность иностранных юридических лиц

на российском рынке ценных бумаг, Банка России при осуществлении валютного регулирования операций резидентов и нерезидентов Российской Федерации с иностранными ценными бумагами, а также Государственной Думы при обсуждении соответствующих законопроектов. Сформулированные в работе предложения по совершенствованию российского законодательства могут быть полезны для координации деятельности указанных органов при решении общих вопросов легитимации иностранных ценных бумаг и юридических лиц, а также вопросов защиты прав национальных инвесторов и эмитентов ценных бумаг, размещаемых за рубежом. Аналитическое исследование американской системы права, может оказаться полезным в правоприменительной деятельности и быть использовано для более глубокого уяснения содержания права США, в части, ставшей объектом исследования. Положения диссертации могут также дополнить учебные курсы международного частного права, гражданского права и способствовать углублённой подготовке кадров по юридическим и экономическим специальностям. Материалы диссертационной работы могут быть использованы при разработке спецкурса «Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации» *Апробация результатов исследования.*

Основные положения и заключения диссертационной работы получили освещение в статьях опубликованных в журналах «Право и политика», «Рынок ценных бумаг», «Финансист», «Индикатор», «Вестник НАУФОР».

Помимо этого, диссертационная работа была обсуждена и одобрена на заседании кафедры международного права Института

международного права и экономики им. А.С. Грибоедова.

Структура диссертации обусловлена характером и методами проведённого исследования и состоит из введения, двух глав (семи параграфов), заключения, а также списка использованной литературы и нормативно-правовых актов.

2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** автором приводится обоснование актуальности темы исследования, определяются его цели и задачи, указывается методологическая основа, обосновывается научная новизна и формулируются основные положения, выносимые на защиту диссертационной работы, а также раскрывается практическая значимость и апробация результатов проведённого исследования.

Первая глава *«Правовое регулирование регистрации, выпуска и обращения ценных бумаг иностранных эмитентов в США»* включает в себя три параграфа.

Первый параграф *«Правовой режим иностранных ценных бумаг, эмитентов и инвесторов в США»* рассматривает существенные особенности положений Закона о ценных бумагах и Закона о фондовых биржах, касающиеся правового режима эмитентов и инвесторов, а также даёт их классификацию как объектов правового регулирования. Помимо этого выявлены основные положения законодательства США об ответственности указанных лиц и условиях наступления этой ответственности. Закон о ценных бумагах определяет механизм и условия регистрации и размещения ценных бумаг, проводимого как самими компаниями, так и уполномоченными ими лицами. Закон о фондовых биржах от 1934 года регулирует процесс и условия

размещения и дальнейшего обращения ценных бумаг, правила регистрации выпусков ценных бумаг, а также требования, предъявляемые к эмитентам ценных бумаг, размещаемых посредством публичной оферты заранее не определённом кругу лиц.

Рассмотрен вопрос о полномочиях такого специализированного государственно-правового института как Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам.

Американское законодательство по ценным бумагам отступает от общих критериев определения национальной принадлежности юридического лица, используя для такого определения совокупность трёх признаков, как то признаков «оседлости», т.е. места пребывания центра управления компанией, «центра эксплуатации», т.е. места размещения производства или иных активов и «контроля», т.е. принадлежности управления юридическим лицом или иного контроля над деятельностью компании (контрольный пакет акций) гражданам того или иного государства. Применительно к иностранному эмитенту, размещающему ценные бумаги на американском фондовом рынке обосновывается необходимость применения коллизионной привязки к закону юридического лица, постольку, поскольку правоотношения между иностранным эмитентом и американским инвестором определяются законодательством о ценных бумагах страны эмитента. Указанная коллизионная привязка, по мнению автора, должна носить общий характер и должна быть применена в соответствующих нормах соответствующего российского правового акта (например, в Законе о ценных бумагах, необходимость принятия которого обосновывается далее).

Рассматриваемые положения законодательства США об ответственности не могут в ряде случаев быть применены или, по крайней мере, эффективно реализованы в отношении иностранного эмитента ценных бумаг. Учёт этих особенностей при разработке соответствующего российского нормативно правового акта помог бы наиболее полно защитить права российских инвесторов, приобретающих иностранные ценные бумаги.

Автором сведены воедино и рассмотрены различные дополнительные требования к иностранным эмитентам ценных бумаг, а так же случаи когда, в силу соответствия определённым в законодательстве критериям, эмитент может избежать обязательной регистрации своих ценных бумаг в Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам. Показано также большое значение дополнительных требований и возможных исключений из общих правил регистрации ценных бумаг, которые в том или ином виде могли бы быть учтены при формулировке соответствующего российского правового акта.

Во втором параграфе *«Условия и порядок регистрации ценных бумаг иностранного частного эмитента в США»* подробно рассмотрены особенности правового регулирования условий и процесса регистрации выпуска ценных бумаг иностранного эмитента в части требований, предъявляемых к нему Комиссией США по ценным бумагам и фондовым биржам.

Иностранный частный эмитент может зарегистрировать ценные бумаги после подачи в Комиссию по ценным бумагам и биржам заявления о регистрации выпуска ценных бумаг, предназначенных для

обращения на американском фондовом рынке. Все сведения, содержащиеся в регистрационных документах, включая прилагающуюся к ним сопроводительную финансовую отчетность, подготавливаемую в соответствии с требованиями американского законодательства, являются частью публичной оферты, что обуславливает наличие жёстких требований к достоверности и полноте содержащейся в них информации. В силу указанной причины, состав и содержание требований, применяемых к эмитенту ценных бумаг, рассмотрены автором применительно к иностранному эмитенту ценных бумаг.

Так, обращено внимание на то, что при анализе описания ценной бумаги, содержащемся в регистрационных документах, необходимо принимать во внимание её правовой статус, в соответствии с законодательством страны эмитента.

Анализируя регистрационные требования законодательства, автор делает вывод о том, что американский законодатель оценивает рискованность инвестиций в новый тип ценных бумаг эмитента, уже имеющего обращающиеся на американском рынке бумаги, как существенно меньшую нежели в случае покупки ценных бумаг эмитента, регистрирующего выпуск впервые, чем и объясняется смягчение условий регистрации последующих выпусков ценных бумаг.

Рассматривая один из наиболее крупных рынков инвестиционного капитала, рынок США, обращено внимание на то, что в силу объективных причин, остаются не решёнными многие проблемы частного правового характера. Суть этих проблем сводится к обеспечению и единому содержанию прав инвесторов и эмитентов. При достижении такого единства принципов и норм регулирования гражданско-правовых

отношений, связанных с выпуском и размещением ценных бумаг, например, путём унификации материально правовых норм различных законодательств или их гармонизации, привлечение инвестиционного капитала, на любом из национальных рынков перестанет представлять собой проблему.

Третий параграф *«Правовое регулирование обращения ценных бумаг иностранных эмитентов на американском фондовом рынке»* в дополнение к обязательным требованиям законодательства США в отношении эмитентов, регистрирующих выпуск ценных бумаг для размещения среди американских инвесторов, рассматривает ряд дополнительных требований, которые законодательство, а в ряде случаев организаторы торговли налагают на эмитентов в связи с тем или иным вариантом размещения и обращения ценных бумаг.

Рассмотрены также положения американского законодательства, представляющие собой те права и обязанности, которыми обладают субъекты права США в отношении сделок, совершаемых ими за пределами юрисдикции этой страны. Они не определяют, но оказывают влияние на характер правоотношений иностранного эмитента ценных бумаг и их приобретателей. Обращено внимание на то, что американский законодатель чётко ограничивает применение права США, к отношениям, складывающимся вне рамок своей юрисдикции, избирая косвенный механизм влияния на эмитента ценных бумаг посредством введения ограничений в отношении американских инвесторов.

Анализ американского законодательства позволил сделать выводы о возможности и желательности использования многих его правил при

разработке соответствующих норм российского законодательства, которые призваны регулировать аналогичные отношения, связанные с возможной регистрацией и обращением ценных бумаг иностранных эмитентов в Российской Федерации и за её пределами среди субъектов национального права.

Вторая глава *«Правовое регулирование регистрации, выпуска и обращения ценных бумаг иностранных эмитентов в Российской Федерации: сравнительный анализ права и практики РФ и США»* объединяет четыре параграфа.

В первом параграфе *«Правовой режим иностранных ценных бумаг и эмитентов в Российской Федерации»* предлагаются адекватные механизмы защиты прав национального инвестора и иностранного эмитента, при этом, опираясь на опыт США, проанализирована та часть национального права, которая регулирует сходные правоотношения для российских инвесторов и эмитентов. При этом принимается во внимание, что в качестве эмитента ценных бумаг выступает нерезидент Российской Федерации.

В числе обращающихся за рубежом ценных бумаг есть немалая доля таких, которые не могут быть легитимированы в рамках концепции ценной бумаги, принятой в Российской Федерации или объём и содержание прав по которым отличается от объёма и содержания прав, закреплённых за владельцами иностранных ценных бумаг аналогичного вида.

Экономическую суть и рыночную форму каждой ценной бумаги можно одновременно рассматривать с разных точек зрения, в связи с чем, каждая ценная бумага обладает целым набором

характеристик. Это предопределяет и возможность классификации ценных бумаг по разным признакам. В отношении американских ценных бумаг, можно условно выделить их два основных типа, первый из которых удостоверяет право владельца на другие ценные бумаги или часть прав из этих ценных бумаг, а второй – все прочие, как правило материальные, права. Путём классификации и сравнения определений можно выделить целый класс ценных бумаг, названных производными ценными бумагами, которые не могут быть легитимированы в России¹⁰ - это первый из указанных типов американских ценных бумаг.

Производную ценную бумагу можно определить как документ, удостоверяющий право ее держателя на некий базовый актив, каковым могут быть, ценные бумаги, денежные средства, включая процентный доход по ним, товар на складе и товар в пути.

Производная ценная бумага имеет все признаки сертификата, однако, определение сертификата, содержащееся в Законе о рынке ценных бумаг РФ, не соответствует норме, содержащейся в ГК РФ, включающей сертификаты в число ценных бумаг. В связи с этим, а также для устранения формальных препятствий для определения нового вида ценных бумаг, представляется разумным внесение изменений в Закон, а именно изменение определения сертификата, как документа не являющегося ценной бумагой.

Во втором параграфе *«Коллизионные вопросы обращения иностранных ценных бумаг на территории РФ»* проведён анализ возможных коллизионных проблем, возникающих вследствие наличия в рассматриваемых правоотношениях иностранного элемента.

¹⁰ Подробнее о правовом содержании понятия ценной бумаги см.: Белов В.А. Ценные бумаги. Вопросы правовой регламентации. - М.: 1993.

Сочетание правоспособности иностранного юридического лица, определяемой по его личному закону, в соответствии со статьей 161 Основ гражданского законодательства Союза ССР и республик 1991 г., и одновременное предоставление указанному лицу национального правового режима, в соответствии со ст. 2 ГК РФ, посредством доктринального толкования норм Гражданского Кодекса¹¹ разъясняется предоставлением возможности полного или частичного подчинения правоотношений, субъектом которых может являться такое лицо, нормам иностранного права.

При решении вопроса о реализации тех или иных прав по ценным бумагам правоприменительные организации должны руководствоваться тем, что состав и содержание этих прав (особенно если речь идёт о долевых ценных бумагах - акциях) не могут измениться в связи с обращением этих бумаг за пределами страны эмитента. Соответственно, при рассмотрении споров, связанных не с обращением ценных бумаг, а с реализацией прав по ним, когда эмитентом является иностранная компания и решается вопрос о выборе применимого права необходимо руководствоваться законом юридического лица (*lex societatis*).

Некоторые спорные вопросы в отношении обязанности иностранного эмитента предоставлять информацию относительно своих обращающихся ценных бумаг решены автором исходя из того, что условия обращения ценных бумаг на одном рынке не должны налагать ограничений на обращение бумаг того же типа на другом в силу строгой территориальности действия законов об обращении ценных бумаг.

¹¹ Комментарий к гражданскому кодексу Российской Федерации, Части Первой. / Под ред. О.Н. Садикова. - М.: Юринформцентр, 1996.

Рассмотрена ситуация размещения и обращения ценных бумаг иностранного эмитента среди резидентов (и нерезидентов) РФ в третьей стране. При этом, для разрешения споров, вытекающих из обращения ценных бумаг, обосновано применение закона страны продавца (*lex venditoris*), в случае когда спор вытекает из договора купли-продажи ценных бумаг, заключаемого при их размещении между эмитентом и инвестором, или закона места заключения договора (*lex loci contractus*), когда речь идёт о последующем обращении ценных бумаг без участия эмитента. В третьем параграфе *«Порядок регистрации и размещения ценных бумаг иностранных эмитентов в РФ»* большое внимание уделяется анализу прав и обязанностей иностранного эмитента, вытекающих из нормативно-правовых актов РФ, в случае регистрации и обращения указанных ценных бумаг. Из сравнительного анализа соответствующих правовых норм американского и российского законодательства автор делает выводы о применимости последних к иностранному эмитенту, при регистрации им своих ценных бумаг для обращения на территории Российской Федерации, а также формулирует предложения по изменению не применимых или ограниченно применимых норм к иностранному эмитенту ценных бумаг.

Различия в определении юридического лица и совокупности прав, связанных с собственностью на ценные бумаги, выпущенные этим лицом, также имеют большое практическое значение. Автор обосновывает тезис о том, что при регистрации и обращении ценных бумаг иностранного эмитента в Российской Федерации и для обеспечения надлежащей правовой защиты российских инвесторов необходимо предусмотреть возможность применения права того

государства, которое обеспечило бы владельцу ценных бумаг наиболее благоприятный для него правовой режим. При этом правовая природа ценной бумаги и содержание прав ею удостоверяемых необходимо устанавливать, руководствуясь законом инкорпорации. В части правил применяемых к отношениям, возникающим из факта обращения таких ценных бумаг на внутреннем рынке должны применяться правила устанавливаемые гражданским законодательством РФ.

При размещении ценных бумаг, требования законодательства страны эмитента и законодательства Российской Федерации относительно раскрытия информации по определённым типам сделок и критерии, исходя из которых, сделка классифицируется тем или иным образом, могут существенно различаться. Сделки, классифицирующихся в стране эмитента как крупные или сделки, в совершении которых имеется заинтересованность, могут быть заключены в стране с наиболее либеральными условиями и критериями. Учитывая, что последствием таких действий может стать признание сделки недействительной, в российское законодательство следовало бы включить норму, отсылающую эмитента к законам страны его инкорпорации.

В работе сделан вывод о том, что понятие аффилированного лица, содержащееся только в антимонопольном законодательстве Российской Федерации не может быть безоговорочно применено в отношении иностранного эмитента ценных бумаг. Иностранное юридическое лицо не может считаться субъектом антимонопольного законодательства РФ в том смысле, что и российское юридическое лицо. Так, структура органов управления иностранного юридического лица или его принадлежность к финансово-промышленной или иной группе определяется его личным

законом, который может существенно отличаться от положений российского законодательства.

Проведённый анализ позволил автору сделать вывод о необходимости принятия в рамках законодательства об акционерных обществах системы взаимосогласованных норм, применимых к правоотношениям с иностранным элементом, в частности, для случаев регистрации ценных бумаг иностранного эмитента с целью их размещения и последующего обращения в РФ.

В случае регистрации для обращения на национальном рынке ценных бумаг номинированных в иностранной валюте, соответствующие сделки становятся объектом валютного регулирования.

Для устранения препятствий к обращению иностранных ценных бумаг номинированных в иностранной валюте автор предлагает ввести явочный порядок покупки таких ценных бумаг резидентами Российской Федерации, при том что права на такие бумаги должны учитываться, а сами ценные бумаги храниться в депозитариях уполномоченных банков. Выплата доходов по ценным бумагам, производящаяся в иностранной валюте также должна обеспечиваться системой уполномоченных банков, обладающих соответствующей лицензией Банка России. С учетом вышеизложенного можно сформулировать минимальные требования к банку осуществляющему обслуживание операций с иностранными ценными бумагами с номиналом в иностранной валюте, зарегистрированными для обращения на территории Российской Федерации, а именно: такой банк должен обладать лицензией Банка России на проведение валютных операций и лицензией на право

осуществления депозитарной деятельности, выдаваемой Федеральной Комиссией по рынку ценных бумаг.

Четвёртый параграф *«Правовые основы обращения американских депозитарных расписок»* рассматривает механизм депозитарных расписок, который позволяет элиминировать некоторые проблемы, связанные с возможным конфликтом правовых систем применительно к отношениям с участием иностранного элемента. Указанная проблема, а именно возможность опосредованного обращения ценных бумаг иностранных эмитентов в Российской Федерации может быть решена при том, что депозитарная расписка будет рассматриваться российским законодательством как ценная бумага, а не только как сертификат.


Анализируя валютное законодательство на предмет возможности приобретения резидентом американских депозитарных расписок, выпущенных на акции российских эмитентов, автор приходит к заключению о необходимости при разработке положений об иностранных ценных бумагах внести поправки в валютное законодательство, а именно в Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» и Указание ЦБ РФ №193-У от 27 марта 1998 года, учитывая, что речь идёт не только о бумагах номинированных в иностранной валюте, но и выпущенных иностранным эмитентом, то есть иностранных ценных бумагах.

Основные положения диссертации изложены в следующих публикациях автора:

1. Особенности инвестирования в производные ценные бумаги на фондовом рынке США. // Рынок ценных бумаг. 1999, №13;
2. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках. //

Индикатор. 2000, № 3 (31);

3. Законодательный фарватер для ценных бумаг российских компаний.
// Финансист. 2000, №3;
4. Производная ценная бумага в законодательстве США и России:
правовое содержание, определение, виды. // Рынок ценных бумаг.
2000, № 6 (165) (в соавторстве);
5. Правовое регулирование выпуска и размещения ценных бумаг
иностранного эмитента. Сравнительный анализ права и практики
России и США. // Право и политика, 2000, № 5;
6. АДР: разрешение конфликта правовых систем. // Вестник НАУФОР.
Ежемесячный информационный бюллетень. 2000, №3.
7. Иностранные ценные бумаги: проблема легитимации. // Вестник
НАУФОР. Ежемесячный информационный бюллетень. 2000, №9.



Зак. № 143 Тир. 80 экз.

ПМБ РАГС

117606 Москва, пр.Вернадского, 84

$$10 =$$